



ACHIM SZEPANSKI 2018-02-13

AKTIENMÄRKTE, DERIVATE UND SHAREHOLDER-VALUE

ECONOFICTION CAPITAL, DERIVATE, FINANCE, LIQUIDITÄT, MARXISM, SHAREHOLDER-VALUE, STOCK MARKET, VOLATILITÄT

Bei den aktuellen Kurseinbrüchen an den Börsen weltweit handelt es sich wohl (noch) um technische Korrekturen. Die veranlassenden Faktoren werden in der Zinspolitik der FED, in den manipulativen Trading-Praktiken der institutionellen Investoren oder in den Black-Boxes des algorithmischen Tradings ausgemacht. Zu wenig wird das Verhältnis zwischen den Aktien- und Derivatmärkten in Betracht gezogen. Wir können an dieser Stelle keine Analyse des aktuellen Verhältnisses der Märkte zueinander abliefern, aber zumindest einige allgemeine Anhaltspunkte liefern.

Derivatmärkte sind inhärent so instabil, dass sogar ihre Volatilität oft extrem volatil ist. Ihre Zyklen bewegen sich mit steigenden Levels des Leverage (wachsende Risiken), der Komplexität und der Instabilität. Die Derivatmärkte werden intern durch den sog. Tretmühleneffekt vorangetrieben, was auch bedeutet, dass sie zum Ende eines Zyklus immer instabiler werden; sie erzeugen selbstreferenziell einen zeitlichen Zuwachs der Instabilität mit steigenden Levels der abstrakten Risiken, bis zu dem Zeitpunkt, an dem selbst kleine Turbulenzen einen systemischen Breakdown erzeugen können.

Je umfangreicher an den Märkten extrem hohe Profite erzeugt werden können, desto mehr spekulatives Kapital wird angezogen, womit ein intensiver Wettbewerb zwischen den Finanzunternehmen forciert wird, der wiederum die Motivationen der Marktteilnehmer, das Leverage zu erhöhen, vorantreibt, um damit wieder den durch den Wettbewerb forcierten Erfolg zu steigern. Dies erzeugt den pathologischen, progressiven Impuls der modernen Derivatmärkte. Der Tretmühleneffekt und seine Regulation liegen im Zentrum der Ökonomie und der Kultur der finanziellen Zirkulation.

Im Oktober 1987, an dem sich die Aktienmärkte vor allem in Asien im freien Fall befanden, gab es erstmals den Tretmühleneffekt, ausgehend von Portfolio-Versicherungen, die abgeschlossen wurden, um (mittels Optionen) den Fall der Aktienpreise zu hedgen, bis hin zum Verfall der Liquidität an den Märkten (eine Masse von Verkaufsorder trifft dann auf keine Nachfrage mehr). Mit den Short-Positionen sollten die Verluste an den Aktienmärkten ausgeglichen werden. Als aber immer mehr Future-Verträge verkauft wurden, setzte der Tretmühleneffekt ein. Die Käufer insistierten auf einem reduzierten Preis der Derivate und erhöhten damit das Risiko, und sie hedgten ihre langfristigen Fukture-Verträge selbst, indem sie unterliegende Aktien verkauften. Diese senkte wiederum die security prices und leitete eine neue Runde im dynamic hedging ein. Als der Aktienhandel einbrach, waren die Stock Index Futures nicht mehr zu lesen oder zu kalkulieren, sodass den Future-Verträgen, die sich im Herzen des dynamic Hedging befanden, kein bestimmter Wert mehr zugeordnet werden konnte. In solch einem Fall kann die Wiederherstellung der Liquidität an den Märkten nur durch externe, das heißt nicht durch den Markt initiierte Interventionen geschehen.

Der Shareholder-Value ist ein wichtiges Mittel zur Regulation von Unternehmen, das zudem den Shift von der Warenproduktion hin zum Derivat anzeigt: Die Gleichsetzung des Firmenwerts mit seinem Marktpreis und damit mit kontinuierlich fortfahrenden Preissetzungen. Gleichzeitig wird angenommen, dass der Markt einen objektiven und nicht-personalen Richter des jeweiligen Börsenwerts des Unternehmens darstellt. Durch seinen massiven Einfluss auf den Kredit, auf die Währungen und auf die Kapitalmärkte infiltriert das spekulative Kapital die Finanzierung in die Realökonomie und sickert in den Logos der Reproduktion der Produktion ein. Die Bewegung des Börsenwerts eines Unternehmens ist nun das entscheidende Maß, um den Shareholder-Value zu generieren. Und dies inkludiert die zeitliche Kompression der Horizonts der Investoren, deren kurzfristige Perspektiven die Produktion nun massiv beeinflussen, gerade indem relative Trennungen zwischen der Zeit der Allokation des Kapitals und der Zeit der Produktionsprozesse eingeführt werden. Die Periode, in der eine Aktie gehalten wird (meist nur noch von Quartal zu Quartal) ist viel geringer als die Zyklen des Produktumschlags. Zudem übersteigen die Einkünfte der Aktien die Gewinne, die aus dem Verkauf von Produkten resultieren, auf die jene bezogen sind. So steigt mit der Quantität der Gelder, welche die Fondsmanager bewirtschaften, ihr Einfluss und ihre Macht in den Unternehmen, deren Strategien nun darauf bedacht sein müssen, den Strategien des spekulativen Kapitals auch unabhängig von der Vermarktung ihrer Produkte (langfristige Strategien oder lokale Anbindungen an die Konsumenten) nachzukommen.

Für die Banken und die finanziellen Institutionen großer Konzerne zeigt sich der Sharholder-Value in den Aktienkursen ihrer Unternehmen, wobei die Trajektoren dieser Preise in den vierteljährlichen Berichten und Konferenzen festgehalten werden. Die entscheidende metrische Variable für den Anstieg des Shareholder-Values ist das sich beschleunigende Wachstum der Revenues. Dies betrifft sowohl die Menge der Assets, die ein Fondsmanager verwaltet, als auch die Rate des Rückflusses eines Portfolios. Es gibt drei wesentliche Charakteristiken für die Struktur der in diesen Vorgängen implizierten Strukturen der Anreize: Sie sind kurzfristig, wettbewerblich organisiert und vollkommen monetär durchtränkt. Alles ist um den kurzfristig organisierten Wettbewerb zwischen den sich im finanziellen Feld befindenden Teilnehmern zentriert. Unter diesen Bedingungen darf kein Trader eine als profitabel geltende Derivatposition versäumen, egal welche Risiken in Zukunft noch auftauchen könnten.

Die Logik des Shareholder-Values besteht darin, die Abstraktion des spekulativen Kapitals vom Körper des Unternehmens zu ermöglichen und gleichzeitig diesen radikal umzustrukturieren, das heißt in jedem einzelnen Aspekt des Unternehmens ein Potenzial zu sehen, aus dem noch Profite herauszukitzeln sind. Tag und Nacht sucht ein Heer von Analysten weltweit nach verborgenen Quellen der Verwertung, i.e. Aspekten des Unternehmens, die zukünftig monetarisiert werden können, aber bisher in den Akteinkursen noch nicht reflektiert sind. Der Shareholder-Value ist der Logos des Derivats, wenn man diesen auf die Umgebung des Unternehmens bezieht. Dabei wird der Unterschied zwischen Kapital und Unternehmen zunehmend ausgelöscht, insofern jeder Aspekt auf die Monetarisierung ausgerichtet wird, auf die Transformation des Unternehmens als eine soziale Organisation in eine Maschine zur Verwertung des Kapitals. Der Unternehmensprofit wird nun direkt an die derivative Profitlogik des Kapitals angebunden. Die Logik des Shareholder-Value zeigt die Logik des Derivativen an: die direktionale und quantitative Vermehrung innerhalb einer Spiralbewegung, welche das spekulative Kapital selbst designt.

Unter dem Produktionsregime erscheint das Kapital als Geld oder Ware, abhängig von den Perspektiven auf die zyklische Bewegung der Kapitalakkumulation. Der Aufstieg des Derivativen durchtränkt das Kapital mit einer zusätzlichen Dynamik, die sich vom Kredit als Zahlungsmittel hin zu einem durch das Risiko bestimmten Vertrag entwickelt, der sich wiederum auf den Kredit bezieht. Diese Entwicklung war dem Kapital von Anfang an inhärent und latent. Der sich selbst verwertende Wert erscheint nun objektiviert in der materiellen Form eines geschriebenen Derivatvertrags. Jeder Vertrag und jede Transaktion ist als die Fortsetzung innerhalb einer komplexen zirkulatorischen sozio-ökonomomischen Struktur zu verstehen, wobei das Soziale zunehmend in der derivativen Struktur aufgeht.

In gewisser Weise kann der Aktienpreis selbst als Derivat angewiesen werden, das auf das Underlying »Unternehmen« bezogen ist, wobei die Optionen, die auf den Akteinkurs laufen, als Derivate auf Derivate zu verstehen sind, sodass die Finanzmärkte selbst zu Orten transformieren, an denen über die Zukunft der Unternehmen entschieden wird. Im Gegensatz zu den Fundamentalanalysen, welche das Business eines Unternehmens einfangen, generieren die technische Analysen das Unternehmen ausschließlich auf der Grundlage der Trajektoren und der Volatilität seines Aktienkurses. Insbesondere für Tech-Unternehmen, die noch keine Produkte herstellen, ist die technische Analyse ein willkommenes Tool, um jetzt schon die in des Unternehmen implementierten Risiken zu messen. Ein wichtiger Interessenkonflikt im 21. Jahrhundert wird zwischen dem spekulativen Kapital und den Managern der industriellen und kommerziellen Unternehmen stattfinden, und dies geht weit über die Zerrüttung des Fordismus, wie dies von den meisten produktionsorientierten Theoretikern des Marxismus wie Harvey angenommen wird, hinaus.

Die Liquidität ist mehr als nur eine Metapher für die Fluidität des Marktes. Sie betrifft die Kapazität der Ökonomie, Kapital zirkulieren zu lassen, i.e. die frei flottierende Zirkulation von Kapital ist eine notwendige Bedingung für die Existenz der Ökonomie im 21. Jahrhundert, deren konstitutives Merkmal die Zirkulation ist. Konstitutiv für diese Ökonomie ist also die Zirkulation des spekulativen Kapitals, der Gebrauch der neuen Informationstechnologien, um die Kapitalströme zu gestalten und voranzutreiben und um schließlich die technologisch unterstützte Produktion der Bilder und Charts voranzubringen, um rund um die Uhr informieren. Die Liquidität wird häufig als ein Synonym für die sozialen Relationen gebraucht, die es den Agenten erlauben, das kollektive Unternehmen zu konstruieren, das der Markt ist. Ein Markt, der für einen Vertragspartner immer den Gegenpart bereithält, ein Markt, der homogen ist und permanent die Volatilität zur Verfügung stellt, welche erst die Rekalibrationen ermöglicht, die für die Fortführung des Marktes notwendig sind. Es gibt einen notwendige Verbindung zwischen den kontingenten und oft unvorhersehbaren finanziellen Ereignissen und der Konstruktion des Marktes als Totalität. Die Derivatmärkte sind unbedingt abhängig von der Liquidität.

Dabei müssen die Marktteilnehmer auf die an den Märkten vorhandene Liquidität und an den Preismechanismus auf Basis der Nicht-Arbitrage unbedingt vertrauen. In der letzten Finanzkrise ist die Liquidität an den Kreditmärkten innerhalb kurzer Zeit fast völlig verdampft. Die finanziellen Institutionen horteten das Kapital anstatt es zu investieren, da sie fürchteten, dass ihre Kontrahenten schon insolvent und die Preissetzungen von Derivaten ineffizient sein könnten. Selbst die Market-Maker wurden von der Furcht ergriffen, dass das nächste finanzielle Ereignis die Insolvenz der Konkurrenten anzeigen könnte. Die Marktteilnehmer verloren schnell das Vertrauen untereinander und in die Märkte selbst. Es fand zuerst in den USA ein Deleveraging bezüglich der Hypothekenkredite und der auf sie bezogenen Derivate statt. Die Kreditgeber litten an der sich beschleunigenden Akkumulation nicht-performender Assets, die ihre Bilanzen nahezu bedeutungslos machten, was eine ganze Reihe von finanziellen Institutionen betraf, angefangen von den Hedgefonds und Versicherungen über die staatlich unterstützen Organisationen bis hin zu den Investmentfonds, deren auf Hypothekenkredite bezogene Derivate schnell an Wert verloren. Das Gespenst der Insolvenz ging um. Eine tiefe Unsicherheit übernahm die Kontrolle über die finanziellen Agenten und ihre

Institutionen. Die finanziellen Institutionen gingen also nicht wegen mangelnder Vermögen und Kapitals, sondern aufgrund fehlender Liquidität insolvent. Es war, und das gilt es in Erinnerung zu halten, die Erfindung der auf Liquidität basierenden Derivate, welche selbst Häuser zu Finanzanlagen machten.

Die Securization ist eine synthetische Form der Zirkulation, die mittels Instrumenten geschieht, welche darauf basieren, Fakten wie Zinsraten, Insolvenzen, Währungsrisiken und Derivatpreise zu kalkulieren, kontrollieren und zu kapitalisieren. Die Derivate sind nicht in der Produktion verankert, sondern in der Zirkulation begründet – in und durch die Geldströme, welche wiederum auf die Liquidität bezogen sind. In der Produktionssphäre gilt das Geld als das allgemeine Äquivalent, das den Wert der Waren misst, in der Welt der Zirkulation der Derivate ist das Geld ganz auf sich selbst bezogen, wobei nicht nur die Derivate auf einander bezogen werden, sondern selbst noch das Underlying zu einer abstrakten Relation transformiert wird. Das Derivat ist eine Wette auf diese abstrakte Relation, für die es an den Märkten keine natürlichen Grenzen gibt, und für das Leverage liegt die Grenze in der Bereitschaft der Marktteilnehmer, Risiken einzugehen und Unsicherheiten zu diskontieren. Da die Marktteilnehmer alle mit einer ähnlichen Palette von Modellen, Konzepten und Motivationen arbeiten, imaginieren sie die Fabrikation der Derivate als eine simple Expansion eines wiedererkennbaren Typus von Instrumenten, was wiederum für die Community heißt, dass die Derivate als Ressource für Profite zu jeder Zeit effizient zu managen sind, gerade weil die Derivate ein akzeptiertes Modell sind, das akkurat die Volatilität der Preise oder das Verhalten der Marktteilnehmer vorauszusehen ermöglicht.

Das spekulative Kapital besitzt gerade den Effekt, Märkte mit steigender Volatilität und höheren Risiken zu erzeugen. Dabei erreicht die Zirkulation des spekulativen Kapitals eine gewisse Autonomie, die durch die Erfindung von derivativen Instrumenten, die Abstraktion und die Transformation von Unsicherheit in quantifizierbare Risiken und die Proliferation des spekulativen Kapitals selbst gekennzeichnet ist. Diese Prozesse setzen eine beschleunigte Komplexität und eine steigende Konnektivität in Gang, sodass die finanziellen Institutionen immer stärker voneinander abhängig werden, obgleich gerade dies unsichtbar bleibt. Diese »quantum interdependence«, bei der das Schicksal des Einzelnen gerade an das Schicksal des Kollektivs gebunden ist, bleibt ein Resultat der Nachfrage der Trader nach einer immer höheren Liquidität. Und diese Liquidität ermöglicht wiederum ein höheres Leverage, wobei die Kosten des Ausleihens auf der Perzeption des Verleihers beruhen, wie einfach und effizient er im Falle des möglichen Ausfalls Kredite abstoßen oder den Ausfall kompensieren kann. Wenn die Kreditgeber ein positives Vertrauen in die Liquidität an den Märkten haben, dann fallen die Kosten für das Leveraging der Transaktionen, während die Möglichkeiten für das spekulative Kapital ansteigen. Und die Konnektivität, die auf dem kollektiven Vertrauen der Marktteilnehmer an der Funktionalität der Märkte beruht, wird auch steigen. Dabei werden die Derivate heute zu 90% an den nicht regulierten OCT-Märkten gehandelt, was weiter heißt, dass sie keine standardisierten Produkte sind.

In zeitlicher Hinsicht perpetuiert das zirkulatorische Kapital den Tretmühleneffekt. Was für die Trader kurzfristig rational sein kann, ist eventuell unter systemischen Gesichtspunkten irrational und destruktiv. Die strukturelle Dynamik der Verbriefungsketten ist aus anderen Texten bekannt, sie resultiert in der Notwendigkeit das Leverage der Portfolios ständig zu steigern, indem durch das Ausleihen von kurzfristigen Geldern mit niedrigen Zinssätzen das Geld zur Finanzierung der längerfristig laufenden CDOs mit höheren Zinssätzen besorgt wird. Dies war bei der letzten Finanzkrise möglich, weil zwei Zyklen des Leverage aufeinander bezogen waren: Die Hausbesitzer hebelten ihre Häuser als Finanzanlagen und die Manager ihre Portfolios. Die miteinander vernähten Märkte trieben durch die selbstbezogene direktionale Dynamik in eine sich gegenseitig befeuerte Instabilität. Wenn jedes an den verschiedenen Finanzmärkten erreichte Hoch ein neues Plateau darstellt, von dem aus das spekulative Kapital die Möglichkeit fallender Profite ausschließt, dann führt dies zur Krise als einem systemischen Fehler, obgleich von den diversen Versicherungsgesellschaften immer wieder und weiterhin behauptet wird, dass es systemische Fehler nicht gäbe.

Drei Faktoren waren für die Finanzkrise ausschlaggebend waren: Die Strategien der Verbriefung waren inhärent an eine Phase und Strategie der Euphorisierung gebunden, angefangen von den Hypothekenkrediten bis hin zu den Derivaten. Da alle Systeme, in die der Mensch eingebunden ist, intrinsisch sozial sind, kann das Potenzial von Fehlern, welch das System enthält, nicht auf die individuellen Aktionen und Dispositionen der Agenten reduziert werden. Man versucht zwar die Verhaltensweisen der Akteure mit mathematischen Modellen zu regulieren, hat aber selbst keine Ahnung, wie die Kapital-Ökonomie diese Regelmäßigkeiten erst erzeugt. Die Frage besteht nicht darin, ob Finanzmärkte effizient oder nicht effizient sind, sondern warum die Märkte nur partiell und bis zu einem Punkt effizient sind, an dem ihre Funktionalität nur relativ ist oder an dem sie für eine gewisse Periode ganz verschwindet. Schließlich ist die gegenwärtige Kapitalökonomie an den Tretmühleneffekt gebunden, insofern der Druck, der durch die Konkurrenz an den Märkten erzeugt wird, das Kapital immer näher an seinen eigenen Abgrund schiebt. Es werden dabei sozial kollektive Dispositionen geschaffen, welche das Verhalten der einzelnen Akteure in eine bestimmte Richtung lenken.

← PREVIOUS NEXT →

TAXONOMY

CATEGORIES
TAGS
AUTHORS
ALL INPUT

SOCIAL

FACEBOOK
INSTAGRAM
TWITTER